

➤ **事件概述：**8 月 29 日，公司公布 2023 年半年度报告，报告期内实现营业收入 263.67 亿元，同比增长 16.18%（经重述）；归属于上市公司股东的净利润 33.37 亿元，同比增长 42.12%（经重述）；归属于上市公司股东的扣非净利润 33.18 亿元，同比增长 45.77%（经重述）。

➤ **量缩价增，部分缓解水电压力：**2Q23 受来水偏枯以及上年同期高基数影响，公司单季度水电减发 87.22 亿千瓦时至 159.88 亿千瓦时，同比下降 35.3%，其中，雅砻江水电完成发电量 135.04 亿千瓦时，同比减发 77.04 亿千瓦时，降幅 36.3%。受益于外送电价调整等因素，Q2 雅砻江水电平均上网电价上涨 4.9 分/千瓦时至 0.342 元/千瓦时，增幅 16.7%；实现营收、净利润分别为 49.59、18.35 亿元，同比减少 6.09、2.93 亿元，降幅 10.9%、13.8%，电价上行部分缓解电量下行压力。

➤ **电量提升、煤价下行，火电强劲反弹：**水电出力不足火电需求提升叠加上年同期低基数效应，1H23 公司完成火电发电量 274.62 亿千瓦时，同比增发 56.61 亿千瓦时，增幅 26.0%，其中，Q2 火电发电量 145.81 亿千瓦时，同比增发 48.76 亿千瓦时，增幅 50.2%；在当前偏紧的电力供应下，1H23 公司火电上网电价 0.472 元/千瓦时，较上年同期基本持平。受益于年初以来的煤价下行，公司火电板块业绩大幅改善，1H23 公司控股 5 家煤电企业合计盈利 3.30 亿元，同比增加 7.52 亿元；此外，参股火电实现投资收益 0.94 亿元，同比增加 1.26 亿元，火电资产成功扭亏。

➤ **水风光一体化加速推进：**1H23 公司分别新增控股风电、光伏装机 3.11、80.32 万千瓦；完成风电、光伏发电量 33.59、11.00 亿千瓦时，同比分别增长 35.1%、16.9%。6 月 6 日，装机容量 19.2 万千瓦的腊巴山风电完成全部机组吊装；6 月 25 日，装机容量 100 万千瓦的柯拉光伏一期投产，雅砻江流域水风光一体化示范基地已投产风、光装机规模约 162 万千瓦（含腊巴山风电），正在推动中游牙根一级、孟底沟、卡拉水电站和两河口混合式抽水蓄能电站开发，同步推进装机容量 117 万千瓦的扎拉山光伏项目开发建设，在建水电 372 万千瓦、抽水蓄能 120 万千瓦，风光新能源 124 万千瓦，雅砻江水风光一体化加速推进。

➤ **投资建议：**公司水电板块电价上行部分缓解电量压力；火电板块电量提升，煤价下行，业绩强劲反弹；腊巴山风电、柯拉光伏成功投运，扎拉山光伏开工建设，雅砻江水风光一体化开发加速推进。根据电量、电价调整对公司盈利预测，预计 23/24/25 年 EPS 分别为 0.85/0.90/0.93 元（前值 0.84/0.97/1.07 元），对应 8 月 29 日收盘价 PE 分别为 14.9/14.0/13.5 倍，参考公司历史估值及同业可比公司估值水平，给予公司 23 年 18 倍 PE 估值，目标价 15.30 元/股，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 利用小时下降；2) 上网电价降低；3) 煤炭价格上升；4) 流域来水减少。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	50489	58581	59812	60620
增长率（%）	15.4	16.0	2.1	1.4
归属母公司股东净利润（百万元）	4079	6313	6707	6957
增长率（%）	66.1	54.8	6.2	3.7
每股收益（元）	0.55	0.85	0.90	0.93
PE	23.0	14.9	14.0	13.5
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 08 月 29 日收盘价）

谨慎推荐
维持评级
当前价格：
12.61 元
目标价：
15.30 元

分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

电话：021-60876734

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

电话：021-60876734

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

1.国投电力 (600886.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：水火两旺，且听龙吟-2023/04/30

2.国投电力 (600886.SH) 2022 年业绩预告点评：业绩略低于预期，雅砻江水风光一体化初具雏形-2023/01/16

3.国投电力 (600886.SH) 2022 年三季报点评：两杨增发、电价上行-2022/10/29

4.国投电力 (600886.SH) 2022 年半年报点评：水“深”火“热”，加速转型-2022/08/31

5.国投电力 (600886.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：雅砻江蓄势待发，新能源发展提速-2022/04/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	50489	58581	59812	60620
营业成本	34311	38596	38983	39487
营业税金及附加	971	1054	1077	1091
销售费用	37	41	42	42
管理费用	1480	1699	1735	1758
研发费用	40	47	48	48
EBIT	13772	17144	17928	18193
财务费用	4655	4444	4134	3870
资产减值损失	-184	-200	-200	-200
投资收益	273	787	797	809
营业利润	9412	13404	14513	15056
营业外收支	21	100	100	100
利润总额	9433	13504	14613	15156
所得税	1753	2026	2192	2273
净利润	7680	11478	12421	12883
归属于母公司净利润	4079	6313	6707	6957
EBITDA	23441	29170	30326	30883

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11639	16025	17264	16045
应收账款及票据	9016	10380	10601	10745
预付款项	187	193	195	197
存货	1217	1375	1388	1406
其他流动资产	1263	1384	1404	1416
流动资产合计	23322	29358	30851	29810
长期股权投资	9760	9960	10160	10360
固定资产	194485	193942	189283	184093
无形资产	5665	5446	5215	4972
非流动资产合计	234933	237518	240140	243073
资产合计	258254	266876	270991	272883
短期借款	11299	11101	10895	10366
应付账款及票据	4548	5181	5233	5301
其他流动负债	28916	31708	31941	32220
流动负债合计	44762	47991	48069	47887
长期借款	106364	101864	95864	88864
其他长期负债	13504	14004	14004	14004
非流动负债合计	119868	115868	109868	102868
负债合计	164630	163859	157937	150755
股本	7454	7454	7454	7454
少数股东权益	39108	44273	49987	55913
股东权益合计	93624	103017	113054	122128
负债和股东权益合计	258254	266876	270991	272883

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.36	16.03	2.10	1.35
EBIT 增长率	29.00	24.49	4.57	1.48
净利润增长率	66.11	54.76	6.24	3.72
盈利能力 (%)				
毛利率	32.04	34.12	34.82	34.86
净利润率	15.21	19.59	20.77	21.25
总资产收益率 ROA	1.58	2.37	2.48	2.55
净资产收益率 ROE	7.48	10.75	10.64	10.51
偿债能力				
流动比率	0.52	0.61	0.64	0.62
速动比率	0.49	0.58	0.61	0.59
现金比率	0.26	0.33	0.36	0.34
资产负债率 (%)	63.75	61.40	58.28	55.25
经营效率				
应收账款周转天数	64.86	65.00	65.00	65.00
存货周转天数	12.95	13.00	13.00	13.00
总资产周转率	0.20	0.22	0.22	0.22
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	0.85	0.90	0.93
每股净资产	7.31	7.88	8.46	8.88
每股经营现金流	2.95	3.91	3.82	3.91
每股股利	0.28	0.30	0.34	0.37
估值分析				
PE	23.0	14.9	14.0	13.5
PB	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.47	7.31	6.79	6.46
股息收益率 (%)	2.18	2.38	2.70	2.93
现金流量表 (百万元)				
净利润	7680	11478	12421	12883
折旧和摊销	9669	12026	12398	12690
营运资金变动	160	1677	-70	69
经营活动现金流	21964	29135	28501	29131
资本开支	-15177	-14333	-14740	-15343
投资	-980	-205	-205	-205
投资活动现金流	-15689	-13751	-14148	-14739
股权募资	2530	0	0	0
债务募资	3170	-4198	-6206	-7529
筹资活动现金流	-3574	-10998	-13115	-15610
现金净流量	2726	4386	1238	-1219

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026